

百亚股份 (003006.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q 收入超预期，电商+线下外围共同发力彰显稀缺成长

业绩简评

8月9日公司发布24H1报告，24H1公司实现营收15.32亿元，同比+61.3%，归母净利润1.80亿元，同比+36.4%。24Q2公司实现营收7.67亿元，同比+80.0%，归母净利润0.77亿元，同比+48.1%，扣非归母净利润0.74亿元，同比+51.0%，2Q业绩表现超市场预期。

经营分析

电商、外围省份收入增速创新高，核心区域深耕份额进一步提升。

1)分区域: H1 川渝/云贵陕/外围/电商渠道营收3.7/2.4/1.9/6.5亿元(同比+11.1%/+19.8%/+65.6%/+176%)，外围战区延续加速成长态势，24H1占线下比例提升至23.7%(+6pct)；电商综合实力彰显，流量外溢+资源倾斜策略下天猫等平台加速成长。2)分产品: 24H1卫生巾/纸尿裤/ODM业务营收14.1/0.57/0.68亿元(同比+68.8%/-5.3%/+21.6%)，主业卫生巾在大健康系列益生菌驱动下保持快速成长。根据尼尔森，24H1公司自由点品牌市场份额在本土卫生巾品牌中排名第2，在重庆/四川/云南市场排名第1。

大健康占比攀升带动毛利率提振显著，持续加大市场推广/品牌宣传力度。24H1综合毛利率/自由点毛利率分别54.4%/57.6%(同比+6.8%/+5.1pct)，创单季度历史新高，大健康系列产品收入占卫生巾比重达42.3%，同比+255.2%，产品片单价持续提升带动产品结构改善。24H1销售费用率35.3%(同比+11.1pct)，管理/研发费用率2.9%/2.2%(同比-0.9/-0.6pct)，其中营销类推广费用投入3.68亿元，同比增长283.1%，净利率11.7%(同比-2.2pct)，2Q净利率10.1%(-2pct)。短期持续加大市场推广/品宣力度，以持续扩大消费者人群和产品销售覆盖范围，预计后续公司仍保持一定的品牌资源投入。

新品益生菌PRO提升高线人群覆盖度，优质国货品牌势能持续向上，成长动能充沛。1)渠道端，外围省份重点突围且组织保持迭代2H高成长有望延续。2)产品端，近期大健康系列新品益生菌PRO开启重点推广，力图实现都市白领更广泛的人群覆盖，产品竞争力强化&品牌势能提升，看好中期份额持续提升空间。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为本土头部区域品牌借助产品优化、渠道开拓持续成长动能，预计公司24-26年归母净利分别为3.3、4.2、5.4亿元，当前股价对应PE分别为29、22、17X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；跨区域扩张不及预期的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险。

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师: 尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 21.75 元

相关报告:

- 《百亚股份更新深度研究》，2024.7.24
- 《百亚股份公司点评：1Q 业绩表现靓丽，自由点加快升级、电商加速...》，2024.4.20
- 《百亚股份公司点评：4Q 收入表现靓丽，线上+外围成长动能充足》，2024.1.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,088	3,892	4,788
营业收入增长率	10.19%	33.00%	44.02%	26.03%	23.04%
归母净利润(百万元)	187	238	325	423	541
归母净利润增长率	-17.83%	27.21%	36.31%	30.35%	27.82%
摊薄每股收益(元)	0.435	0.555	0.756	0.986	1.260
每股经营性现金流净额	0.54	0.77	1.01	1.19	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.63%	17.18%	21.41%	24.49%	27.07%
P/E	31.73	27.32	28.76	22.06	17.26
P/B	4.64	4.69	6.16	5.40	4.67

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,463	1,612	2,144	3,088	3,892	4,788
增长率		10.2%	33.0%	44.0%	26.0%	23.0%
主营业务成本	-809	-885	-1,065	-1,494	-1,861	-2,271
%销售收入	55.3%	54.9%	49.7%	48.4%	47.8%	47.4%
毛利	654	727	1,079	1,594	2,031	2,517
%销售收入	44.7%	45.1%	50.3%	51.6%	52.2%	52.6%
营业税金及附加	-14	-15	-19	-31	-37	-45
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-279	-395	-669	-1,025	-1,292	-1,580
%销售收入	19.1%	24.5%	31.2%	33.2%	33.2%	33.0%
管理费用	-75	-62	-72	-93	-121	-148
%销售收入	5.1%	3.8%	3.4%	3.0%	3.1%	3.1%
研发费用	-51	-44	-54	-77	-97	-120
%销售收入	3.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	236	212	265	369	484	624
%销售收入	16.1%	13.1%	12.4%	11.9%	12.4%	13.0%
财务费用	3	4	4	8	12	18
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-4	-13	-24	-3	-4	-3
公允价值变动收益	-1	-2	5	-2	-1	-1
投资收益	13	7	9	5	5	5
%税前利润	5.0%	3.5%	3.1%	1.3%	1.0%	0.8%
营业利润	255	217	281	380	502	644
营业利润率	17.4%	13.4%	13.1%	12.3%	12.9%	13.5%
营业外收支	0	-4	-1	1	2	2
税前利润	255	212	280	381	504	646
利润率	17.4%	13.2%	13.0%	12.3%	12.9%	13.5%
所得税	-31	-25	-41	-56	-81	-105
所得税率	12.2%	12.0%	14.7%	14.8%	16.0%	16.3%
净利润	224	187	239	325	423	541
少数股东损益	-4	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	228	187	238	325	423	541
净利率	15.6%	11.6%	11.1%	10.5%	10.9%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	224	187	239	325	423	541
少数股东损益	-4	0	0	0	0	0
非现金支出	48	64	80	67	76	77
非经营收益	-9	-17	-2	-5	-6	-7
营运资金变动	-65	-1	15	48	19	25
经营活动现金净流	197	234	331	435	511	636
资本开支	-121	-28	-84	-80	-93	-75
投资	63	-45	-52	-2	-1	-1
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-58	-74	-136	-77	-89	-71
股权募资	0	22	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	24	-43	0
其他	-129	-139	-145	-196	-213	-271
筹资活动现金净流	-129	-116	-145	-172	-255	-271
现金净流量	10	44	50	186	167	294

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	259	302	356	542	709	1,004
应收款项	154	225	228	329	411	505
存货	162	178	173	300	374	456
其他流动资产	342	385	456	436	440	444
流动资产	917	1,090	1,214	1,607	1,935	2,408
%总资产	59.0%	62.9%	64.4%	70.0%	73.0%	77.0%
长期投资	20	39	40	40	40	40
固定资产	531	509	513	530	550	547
%总资产	34.2%	29.4%	27.2%	23.1%	20.8%	17.5%
无形资产	66	67	65	67	72	79
非流动资产	636	642	671	690	714	718
%总资产	41.0%	37.1%	35.6%	30.0%	27.0%	23.0%
资产总计	1,553	1,732	1,884	2,297	2,649	3,126
短期借款	1	1	4	46	3	3
应付款项	229	311	364	518	642	784
其他流动负债	100	131	111	216	275	340
流动负债	330	442	479	780	920	1,127
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	9	19	0	0	0
负债	339	451	498	780	920	1,127
普通股股东权益	1,213	1,280	1,387	1,517	1,729	1,999
其中：股本	428	430	429	429	429	429
未分配利润	456	495	583	712	924	1,195
少数股东权益	1	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,553	1,732	1,884	2,297	2,649	3,126

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.533	0.435	0.555	0.756	0.986	1.260
每股净资产	2.836	2.974	3.230	3.532	4.025	4.655
每股经营现金净流	0.461	0.543	0.772	1.013	1.191	1.481
每股股利	0.300	0.300	0.300	0.454	0.493	0.630
回报率						
净资产收益率	18.79%	14.63%	17.18%	21.41%	24.49%	27.07%
总资产收益率	14.67%	10.82%	12.64%	14.14%	15.98%	17.31%
投入资本收益率	17.04%	14.56%	16.26%	20.10%	23.48%	26.07%
增长率						
主营业务收入增长率	16.97%	10.19%	33.00%	44.02%	26.03%	23.04%
EBIT 增长率	12.54%	-10.15%	25.03%	39.16%	31.25%	28.85%
净利润增长率	24.89%	-17.83%	27.21%	36.31%	30.35%	27.82%
总资产增长率	6.02%	11.49%	8.83%	21.89%	15.32%	18.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.2	34.1	28.4	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	70.4	70.2	60.2	74.0	74.0	74.0
应付账款周转天数	71.4	72.6	71.7	74.0	73.0	73.0
固定资产周转天数	112.5	101.2	83.6	57.8	45.8	38.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.52%	-51.58%	-55.94%	-60.65%	-65.36%	-71.24%
EBIT 利息保障倍数	-83.0	-57.7	-60.2	-43.6	-39.9	-35.2
资产负债率	21.82%	26.05%	26.40%	33.96%	34.74%	36.05%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	11	24	29	68
增持	1	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.15	1.14	1.15	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-25	买入	8.46	N/A
2	2023-01-18	买入	16.05	N/A
3	2023-04-17	买入	19.20	N/A
4	2023-08-12	买入	15.28	N/A
5	2023-10-22	买入	15.91	N/A
6	2024-01-20	买入	14.45	N/A
7	2024-04-20	买入	18.28	N/A
8	2024-07-24	买入	20.99	26.70~26.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究